

University of Groningen

Cash management bij multinationale ondernemingen in de eurozone

von Eije, Henk; Westerman, Wim

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2003

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):
von Eije, H., & Westerman, W. (2003). Cash management bij multinationale ondernemingen in de eurozone. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 77(5), 236-241.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Cash management bij multinationale ondernemingen in de eurozone

Henk von Eije en Wim Westerman

SAMENVATTING In dit artikel wordt de invloed van liberalisering, deregulering en de introductie van de euro op het cash management van multinationale ondernemingen besproken. Door ontwikkelingen in de eurozone nemen de financiële marktimperfecties af. Tevens vermindert de noodzaak voor afzonderlijke liquiditeitsposities per land. Dat maakt centralisatie van het cash management gemakkelijker en de financiële controle van het hoofdkantoor kan toenemen. Door het uitbuiten van deze mogelijkheden kunnen multinationale ondernemingen in de eurozone voordelen van interne financiering behalen. Dat biedt ook weer kansen voor disintermediatie. Conglomeraatkortingen op aandelen ('conglomerate discounts') kunnen daarmee verminderen.

1 Inleiding

Vroeger kenmerkten Europese financiële markten zich door marktimperfecties. Dat gold ook voor korte termijn financiële markten. Sinds de heropleving van de Europese Gemeenschappelijke Markt, geïnitieerd door het Europees Witboek¹ uit 1985, zijn diverse imperfecties geleidelijk verdwenen. De introductie van de euro in de periode 1999-2002 versterkte deze ontwikkelingen. De meeste literatuur over deze veranderingen richt zich op macro-economische en monetaire consequenties. Veel minder aandacht is er voor de invloed van deze veranderingen op niet-

financiële multinationale ondernemingen in de eurozone². De veranderingen op de Europese financiële markten hebben echter ook voor deze ondernemingen gevolgen. In dit artikel gaan we in op de consequenties van deze veranderingen voor het beheer van liquide middelen: cash management.

Cash management wordt vooral in professionele tijdschriften, met surveys bij ondernemingen en vanuit de financiële modelbouw bestudeerd. Het onderwerp kan echter ook theoretisch worden benaderd. Ten eerste kan cash management als een aspect van korte termijn financieel management worden gezien. Liquiditeitsposities worden dan – mede gelet op transactiekosten en rentekosten – geoptimaliseerd. Deze benadering prevaleert in de leerboeken over korte termijn financieel management (Maness en Zietlow, 1998). Ten tweede kan de nadruk liggen op de algemene financieringstheoretische principes van Modigliani en Miller (Modigliani en Miller, 1958). Hun theorie impliceert dat ondernemingen, anders dan wegens marktimperfecties, geen liquide middelen nodig hebben (Van Horne, 2002). De redenering is daarbij, dat liquide middelen een ondermaats rendement opleveren. Omdat de vermogensmarkten echter niet perfect zijn, kan men niet kosteloos geld aantrekken als dat voor uitbetalingen nodig is. Om te hoge transactiekosten te vermijden, zullen ondernemingen dan ook liquide middelen aanhouden³.

In dit artikel volgen we de financieringstheoretische benadering. We betogen dat de Europese eenwording de imperfecties op de financiële markten vermindert en dat er daardoor minder liquiditeiten nodig zijn. Tevens breiden we de analyse uit met de literatuur over interne vermogensmarkten in conglomeraten. Het beter functioneren van de markt heeft namelijk niet alleen gevolgen voor de hoeveelheid liquide middelen, maar ook voor de werking van de interne vermogensmarkten en de zeggenschap over liquiditeiten.

Dr. H. von Eije en Dr. W. Westerman zijn respectievelijk universitair hoofddocent en universitair docent financieel management bij de Faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Zij danken hun collega Henk Ritsema en de referenten voor hun inbreng bij dit artikel. Voor de resterende tekortkomingen zijn zij zelf verantwoordelijk.

In paragraaf 2 positioneren we daartoe de multinationale onderneming binnen de literatuur over conglomeraten. In paragraaf 3 komen de effecten van liberalisatie, deregulering en de introductie van de gemeenschappelijke munt naar voren. De gelijktijdig optredende effecten van disintermediatie bespreken we in paragraaf 4. De conclusies uit dit artikel staan vermeld in paragraaf 5.

2 Conglomeraatkortingen

In de financiële literatuur wordt al geruime tijd aandacht gegeven aan de waarde van conglomeraten. De in navolging van Markowitz (1952) uitgewerkte diversificatietheorie suggereert dat conglomeraten kunnen profiteren van vermindering van het totale risico. Nadere ontwikkelingen in de risictheorie benadrukken echter dat aandeelhouders zelf ook kunnen diversifiëren. Ze hebben daarvoor geen hulp van ondernemingen nodig. Conglomeraatvorming levert vanuit diversificatieoogpunt voor aandeelhouders dan ook geen toegevoegde waarde op. Zijn er dan andere voordelen van het samenvoegen van ondernemingen?

Niet alleen uit de praktijk (Funk, 1999), maar ook uit de theorie komen suggesties naar voren. Zo stelt Stein (1997) dat een hoofdkantoor beter is in het vinden van aantrekkelijke investeringsprojecten dan een externe bank. In die zin kan een hoofdkantoor waarde toevoegen aan een gediversifieerde onderneming. Scharfstein (1998) vindt echter aanwijzingen, dat divisies in bedrijfstakken met een hoog potentieel minder investeren dan hun zelfstandige tegenvoeters, terwijl het omgekeerde geldt voor bedrijfstakken met een laag potentieel. Shin en Stulz (1996) vinden evenmin aanwijzingen dat conglomeraten meer vermogen alloceren aan divisies in bedrijfstakken met de betere investeringskansen. Verder laten Rajan, Servaes en Zingales (2000) zien, dat gediversifieerde ondernemingen ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen een lagere waardering kennen. Deze conglomeraatkorting hangt samen met de mate waarin investeringen fout toebedeeld zijn. Met name bij 'zwakke' hoofdkantoren kunnen middelen naar 'foute' projecten gaan. Dit wordt bevestigd door Mudambi (1999) die constateert dat het functioneren van een interne vermogensmarkt wordt belemmerd als een hoofdkantoor veel macht geeft aan dochterondernemingen. Wederom is men dus niet positief over conglomeraten.

Khanna en Tice (2001) menen echter dat conglomeraatkortingen vooral gevonden worden bij ongerela-

teerde diversificaties. Conglomeraten met ongerelateerde eenheden hebben meer problemen dan conglomeraten waarbij alle dochterondernemingen soortgelijke bedrijfsactiviteiten uitoefenen. Managers van dochterondernemingen hebben in het laatste geval minder de gelegenheid om hoofdkantoren verkeerdt te informeren over locale investeringskansen. Locale managers kunnen dan bovendien gemakkelijker worden overgeplaatst van de ene eenheid naar de andere, waardoor ze minder in de verleiding komen om hun eigen onderdeel met irrationele investeringen te bevoordelen. Ten slotte suggereren Burch, Nanda en Narayanan (2000) nog, dat conglomeraatkortingen ontstaan omdat vooral ondernemingen met een lage kwaliteit graag bij een conglomeraat willen horen.

Samengevat suggereert het empirisch onderzoek, dat slechte ondernemingen in ongerelateerde conglomeraten financiering voor ondermaatse investeringen kunnen krijgen als het hoofdkantoor zwak is. Het is zelfs waarschijnlijk dat de hoofdkantoren gaandeweg minder krachtig zijn geworden. Historisch onderzoek naar het Amerikaanse voedingsconcern Beatrice (Baker, 1992) maakt duidelijk, dat de waarde van conglomeraten in de loop der tijd is gedaald. Vroeger profiteerden ondernemingen van participatie in een conglomeraat. Financiële middelen en juridische en bestuurlijke kennis waren schaars, maar een conglomeraat kon zich deze schaarse zaken permitteren. Echter, in de loop van de tijd zijn de financiële markten verbeterd en is kennis minder schaars geworden. Hierdoor zijn activiteiten niet alleen gemakkelijker uit een conglomeraat te halen, maar komen afzonderlijke bedrijfsonderdelen ook sterker te staan ten opzichte van het hoofdkantoor.

Deze inzichten kan men toepassen op cash management in multinationals. Beleggingen in kasgeld, lopende rekeningen en deposito's, alsmede korte termijn waardepapieren leveren geen hoge rendementen op. Bovendien kunnen vrije kasposities agentschapkosten veroorzaken (Jensen, 1986). Dit geldt natuurlijk niet alleen voor managers op het hoofdkantoor. Ook managers van lokale vestigingen van multinationals willen beschikken over hun eigen investeringen en hun eigen liquide middelen. Lokale managers hebben tegenwoordig ook meer kennis om dat goed te managen. Toch zal de waarde van de multinational dalen, als onnodige liquide middelen op lokaal niveau blijven hangen. Dat zal vooral het geval zijn bij zwakke hoofdkantoren, waar de interne financiële markt niet goed functioneert. Juist deze conglomeraten zullen vergeleken met soortgelijke zelfstandige onderne-

FINANCIEEL MANAGEMENT

mingen conglomeratkorting (‘conglomerate discounts’) vertonen. In dit artikel geven we echter aan dat de ontwikkelingen in de eurozone de macht van hoofdkantoren van multinationals hebben kunnen versterken.

3 Interne centralisatie

Centralisatie van het cash management levert diverse voordelen op (Kenyon et. al., 1992; Brown, 1997). Concentratie van de financiering levert ten eerste schaal- en scopevoordelen (en onderhandelingsmacht) op. Ten tweede worden de financieringskosten gereduceerd, omdat liquiditeitsposities worden verminderd. Ten derde kan versnelling (‘leading’) en vertraging (‘lagging’) van intracompany kasstromen gemakkelijker worden getraceerd en beheerst. Ten vierde heeft men minder treasury personeel binnen de onderneming nodig. Ten vijfde worden de diensten van banken bij het centraliseren van geld verminderd en kunnen de bijbehorende kosten omlaag worden gebracht. Ten slotte zijn de voordelen van interne financiering gemakkelijker te incasseren, omdat de concentratie van financiële know-how helpt bij het verbeteren van beslissingen over investeringen.

Centralisatie van het cash management heeft echter ook zo zijn nadelen. Lokale managers kunnen minder gemotiveerd raken om kasstromen adequaat te beheersen. Als cash management en financieringsfuncties in handen van het hoofdkantoor worden gelegd, kan de coördinatie tussen de financiële disciplines en de lokale kennis worden verstoord. Bovendien is voor een gecentraliseerd cash managementsysteem een sterk geformaliseerde beheersing van liquiditeitsposities nodig, gepaard gaande met hoge wettelijke kosten, administratieve kosten en informatiekosten. Ten slotte kan door het reorganiseren en internaliseren van liquiditeitsposities de relatie van dochtermaatschappijen met lokale banken verstoord raken. Zoals hieronder zal worden beargumenteerd, worden de nadelen van centralisatie van cash management echter minder. Tevens wordt het intern wegstrepen (‘netten’) en bancair samenvoegen (‘poolen’) van liquiditeitsposities steeds aantrekkelijker.

In het verleden overtroffen de nadelen de voordelen en was het cash management van multinationale ondernemingen veelal eenvoudig gestructureerd. In elk land waarin de multinational substantiële bedrijfsactiviteiten had, deed de lokale treasury-afdeling het eigen cash management (Soenen en Aggarwal, 1989; Tse en Westerman, 1997). Wegens de imperfecties op

Europese financiële markten was dit een rationele benadering, met name als er geen fiscale voordelen bij centralisatie te behalen waren. Kasstromen tussen landen in de eurozone werden namelijk gehinderd door bronbelastingen op dividenden, royalties en rentebetalingen, alsook door hoge bancaire transactietarieven.

Door regelgeving en druk van de Europese Commissie is er in dit opzicht voor de ondernemingen merkbaar verlichting gekomen. Bronbelastingen op intra-EU-dividendbetalingen zijn bijvoorbeeld verdwenen en de tarieven voor bancaire transacties zijn verlaagd. Naast deze grensoverschrijdende liberalisering is er ook binnen de eurozone sprake van een aanzienlijke deregulering, wederom mede door richtlijnen van de Europese Unie. Financiële instellingen hebben nu een vrije keuze ten aanzien van vestigingsplaats. Ook hebben ze meer vrijheid in het aanbieden van producten en diensten. Zo is nu bijvoorbeeld in de meeste landen handel in opties, futures, swaps en commercial paper toegestaan. Ook zijn beperkingen op de hoogte van debet- en creditrentes inmiddels verdwenen. Deze ontwikkelingen geven multinationale ondernemingen de kans om hun financiering te concentreren: de landoverschrijdende marktimperfecties en de kosten van bancaire transacties zijn gedaald, de variëteit aan financiële producten is toegenomen en de optimale financiering wordt hierdoor minder landgebonden.

Niet alleen liberalisering en deregulering, maar ook de komst van de euro hebben de marktimperfecties doen afnemen. Het Europees Monetair Systeem (EMS) werd in 1979 gevormd om de onderlinge fluctuatie van valuta's te beperken. Hierdoor hingen de rendementen van multinationals die binnen het EMS werkten minder af van de verschillen in valutakoersen en werd het totale bedrijfsrisico geringer. In 1999 lagen de onderlinge koerspariteiten binnen de eurozone ten slotte onomkeerbaar vast en werd de euro girale eenheidsmunt. De chartale euro werd in 2002 ingevoerd en daarmee werden de wisselkosten nihil en daalden de externe (transactie-) en interne (informatie)kosten van grensoverschrijdende kasstromen verder. Mede door deze ontwikkelingen is het niet verwonderlijk dat er een duidelijke tendens optreedt tot vorming van centrale treasuries⁴ (Peters, 1999).

Dit alles leidde ertoe dat er meer macht bij centrale treasuries (en hoofdkantoren) van multinationals kwam te liggen. Bij een hogere concentratie van liquiditeiten kon ook de totale kaspositie omlaag⁵.

Dit leidde tot een verdere reductie van de macht van lokale dochters. Tevens verdwenen de valutarisico's voor multinationals binnen de eurozone en daarmee konden de liquide middelen ter voorkoming van faillissementkosten omlaag. Ook deze middelen konden dus onttrokken worden aan de lokale dochterondernemingen.

4 Externe disintermediatie

Het cash managementsysteem van een multinationale onderneming wordt niet alleen bepaald door interne zaken. Externe relaties met banken bepalen het cash managementsysteem evenzeer. Europese ondernemingen vinden hun relatie met een bank zelfs bijna even belangrijk als de prijs en de kwaliteit van de diensten die de bank levert (Tse en Westerman, 1997). De externe cash managementrelaties worden in de loop van de tijd ook steeds professioneler. We geven hiervan een globale beschrijving.

Eerst wordt het bancaire systeem gebruikt om debiteuren te innen en crediteuren te voldoen. De relatie met de 'huisbanken' is asymmetrisch: de banken hebben voor de ondernemingen een waaier aan producten beschikbaar. Als de multinationale onderneming het cash management wil centraliseren, zal zij gaan streven naar het efficiënt verwerken van de transacties van de operationele eenheden. Dit zal tot een vermindering van bankrekeningen leiden, omdat weinig gebruikte rekeningen worden afgesloten. Daarbij kan de financiële afdeling van een multinationale onderneming zich gaan gedragen als een inkoop-eenheid. De relatie met de huisbank wordt losser, naarmate het 'winkelen' bij andere banken toeneemt en de financiële kennis op het hoofdkantoor wordt vergroot.

Nog later kan de cash managementfunctie in de multinationale onderneming zich ontwikkelen tot een corporate finance-functie, die streeft naar een evenwicht tussen conflicterende doelen als minimalisering van belastingen en interestbetalingen, het verminderen van rente- en valutarisico's, alsmede het verschaffen van liquiditeit. Banken met internationale netwerken, know-how en informatiesysteemvaardigheden verschuiven het accent naar het aanbieden van diensten (in plaats van producten) aan zulke afdelingen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat sommige grote financiële instellingen hun diensten naar meer landen uitbreiden en investeren in verfijnde informatiesystemen waarop Europese cash managementsystemen kunnen werken.

Ten slotte kan de corporate finance-functie van een multinationale onderneming zich als een interne bank ('in-house bank') gaan gedragen (Hagemann, 1991). Deze interne bank voorziet in intracompany-producten en -diensten en geeft commercial paper uit en concurreert daarmee met andere banken om de klandizie van buitenstaanders. Daarmee wordt ze een gelijkwaardige partner voor gelicenseerde⁶ banken. Het zal duidelijk zijn, dat de beschreven trend ten koste gaat van de intermediaire functie van banken. Wederom trachten echter de internationale banken op deze disintermediatie in te springen door 'treasury service'-diensten aan te bieden. De multinationals kunnen dan vaak efficiënter werken door hun taken naar de technologisch geavanceerde dienstverlener uit te besteden (Smyth, 2002; Roche, 2002). In het licht van liberalisering, deregulering en introductie van de euro, verwachten we een voortzetting van deze ontwikkeling.

Naast centralisatie van de cash managementfunctie heeft ook de disintermediatie effect op de macht van het hoofdkantoor van een multinationale onderneming. Door de concentratie en de disintermediatie zijn er namelijk minder banken bij het cash management betrokken en de overblijvende huisbank zal sterke banden met het hoofdkantoor hebben. Als het centrale cash management dan nog verder evolueert tot een corporate finance-functie, zal ook de externe financiering via het hoofdkantoor gekanaliseerd gaan worden en de macht van het hoofdkantoor stijgen.

5 Conclusies

Tot nu toe hebben wetenschappers zich met name gericht op cash managementmodellen en cash management-surveys. De invalshoek bij dit artikel is anders. We verbinden de cash managementfunctie met de vermogensmarkttheorie die in het vakgebied van de corporate finance centraal staat. Liberalisering en deregulering van financiële markten, alsmede de introductie van een eenheidsmunt in Europa, doen de transactiekosten en de faillissementkosten voor multinationale ondernemingen afnemen. Er ontstaan in Europa zodoende twee trends. Ten eerste worden het beheer van de resterende posities en de interne transfers van liquiditeiten goedkoper en gemakkelijker. Dat maakt centralisatie van cash management-activiteiten op het hoofdkantoor aantrekkelijker, wat kan resulteren in een volledig opgetuigde centrale corporate finance-functie. Ten tweede beïnvloedt centralisatie de relatie van multinationale ondernemingen met banken. Het aantal banken waarmee

FINANCIEEL MANAGEMENT

wordt gewerkt neemt af, omdat er meer intern met liquiditeiten kan worden geschoven en vooral één huisbank cash managementdiensten aan de treasury op het hoofdkantoor levert. Door centralisatie en disintermediatie kan de interne financieringsfunctie binnen multinationale ondernemingen verbeteren. Conglomeraatkortingen kunnen afnemen, waardoor de waarde van de multinationale onderneming stijgt.

Indien wij onze bevindingen doortrekken, dan kunnen we concluderen dat multinationale ondernemingen in de eurozone nog meer profijt kunnen trekken van deze ontwikkelingen, als zij ook actief zijn in landen die in de toekomst tot de eurozone of de Europese Unie zullen toetreden.

Wij kunnen echter niet concluderen dat deze ontwikkelingen voor alle multinationals zullen gelden. Centralisatie van Europees cash management verschilt nog steeds per onderneming (Tse en Westerman, 1997; Peters, 1999). Tevens zullen niet alle multinationale ondernemingen in staat zijn om de cash managementfunctie direct te centraliseren (Gruiters en Bergen, 1998). Verder zullen niet alle multinationale ondernemingen de cash managementfunctie tot een corporate finance-functie kunnen of willen ontwikkelen. Vanwege verschil in omstandigheden bij multinationale ondernemingen kunnen er zelfs zeer rationele redenen zijn om dochterondernemingen te versterken. Bovendien is het niet per definitie noodzakelijk dat als de ondernemingsfinanciering centraal beheerd wordt op het hoofdkantoor, dat dan ook beslissingen rond vaste activa daar gecentraliseerd zullen (moeten) worden. Conglomeraatkortingen op grond van een gebrek aan macht van het hoofdkantoor zullen dus niet bij alle multinationale ondernemingen verdwijnen. Bovendien zullen de bovengenoemde conglomeraatkortingen niet alleen verantwoordelijk zijn voor de relatief lage koers/winstverhoudingen in de eurozone (Eiteman, Stonehill en Moffett, 2001). Liberalisering, deregulering en het euro-effect kunnen deze ratio's echter wel verhogen in de richting van het niveau van de Verenigde Staten.

Het ligt ten slotte buiten het bereik van dit artikel om de vraag naar het voordeel van gecentraliseerd cash management voor multinationale ondernemingen empirisch te beantwoorden. Onze benadering zou worden bevestigd als multinationale ondernemingen met een centrale cash managementfunctie beter presteren dan soortgelijke ondernemingen zonder deze centrale functie. Het zal echter moeilijk zijn daarbij de effecten van centralisatie en van disintermediatie

te scheiden. Niettegenstaande deze problemen, hopen we dat onze kwalitatieve benadering verder theoretisch als ook empirisch onderzoek zal uitlokken. ■

Literatuur

- Baker, G.P., (1992), Beatrice, a study in the Creation and Destruction of Value, in: *The Journal of Finance*, Vol. 47, July, pp. 1081-1119.
- Brown, R.A., (1997), The case for regional treasury centres, in: *Treasury Management International*, Issue 55, September, pp. 36-39.
- Burch, T.R., V. Nanda en M.P. Narayanan, (2000), *Industry Structure and the Conglomerate 'Discount': Theory and Evidence*, University of Michigan Business School, Working Paper 00-018, August.
- Eiteman, D.K., A.I. Stonehill en M.H. Moffett, (2001), *Multinational Business Finance*, Boston, Addison Wesley.
- Funk, J., (1999), Wie schaffen diversifizierte Unternehmen Wert?, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, pp. 759-772.
- Gruiters, M. en J. Bergen, (1998), A euro cash pool before 2000?, in: *Treasury Management International*, issue 62, April, pp. 20-24.
- Hagemann, H., (1991), Should your company be a 'corporate bank'?, in: *The McKinsey Quarterly*, number 4, pp. 19-34.
- Jensen, M.C., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review*, Vol. 76 no. 2, May, pp. 323-329.
- Kenyon, A., R. Hinley, D. Parrish, M. Robson en R. Reburn, (1992), Centralization vs Decentralization, in: *The Treasurer*, February, pp. 5-24.
- Khanna, N. en S. Tice, (2001), The Bright Side of Internal Capital Markets, in: *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, August, pp. 1489-1528.
- Maness, T.S. en J.T. Zietlow, (1998), *Short-Term Financial Management*, Harcourt Brace, Orlando.
- Markowitz, H., (1952), Portfolio Selection, in: *Journal of Finance*, 7, March, pp. 77-91.
- Modigliani, F. en M.H. Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, 48, No. 3, pp. 261-297.
- Mudambi, R., (1999), MNE Internal Capital Markets and Subsidiary Strategic Independence, in: *International Business Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 197-211.
- Peters, M., (1999), *Cash management in euroland*, Arthur Andersen Treasury Management International, London.
- Rajan, R., H. Servaes en L. Zingales, (2000), The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, in: *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 35-80.
- Roche, T., (2002), Treasury Outsourcing – Creating Shareholder Value for Today's Finance Executive, in: *Treasury Management International*, Issue 104, March, 1.
- Scharfstein, D.S., (1998), *The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates*, NBER Working Paper, no. 6352, January.
- Shin, H.-H. en R.M. Stulz, (1996), *An Analysis of Divisional Investment Policies*, NBER, Working Paper 5639, June.
- Smyth, B., (2002), Improving treasury efficiency, in: *Treasury Management International*, issue 103, February, pp. 33-36.
- Soenen, L.A. en R. Aggarwal, (1989), Cash and Foreign Exchange

Management, Theory and Corporate Practice in Three Countries, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 16, Winter, pp. 599-619.

Stein, J.C., (1997), Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, in: *The Journal of Finance*, Vol. 52, no. 1, March, pp. 111-133.

Tse, K.L. en W. Westerman, (1997), Eurocash '94: Pan-European Cash Management in The Netherlands, in: W.M. van den Bergh, M. Schauten, J. Spronk en O. Steenbeek, *Financiering en Belegging 1997*, Rotterdam, Erasmus Universiteit, pp. 198-227.

Van Horne, J.C., (2002), *Financial Management and Policy*, Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J.

Noten

- 1 Completing the Internal Market, White paper from the Commission to the European Council, 1985.
- 2 De eurozone bestaat uit de twaalf landen van de Europese Unie die de euro als gemeenschappelijke munt gebruiken. Kleine landen zoals Andorra en Monaco kunnen ook tot de eurozone worden gerekend.
- 3 Naast het hier bedoelde transactiemotief kunnen ondernemingen ook voorzorgs- en speculatiemotieven hanteren voor het aanhouden van liquide middelen.
- 4 Een recent voorbeeld betreft de treasury van het in 's Hertogenbosch gevestigde Drie Mollen, Europees marktleider op het gebied van private label koffie. Een ander voorbeeld is de in Luxemburg gevestigde Europese treasury van de Amerikaanse bandenfabrikant Goodyear.
- 5 Multinationale ondernemingen hoeven niet per se minder liquide middelen te hebben dan andere ondernemingen. Ze kunnen deze gelden ook voor eventuele overnames nodig hebben.
- 6 De corporate finance-functie van het Duitse VW is zelfs al tot een volwaardige Volkswagen Bank uitgegroeid.